

<b>Hold</b> <b>EUR 40,30</b> (EUR 46,10)  <b>Kurs</b> EUR 38,77 <b>Upside</b> 4,0 %	<b>Wertindikatoren:</b> EUR NAV (WRe) 16e: 39,42 Div.diskontierung 16e: 44,03 Miet-Multiplikator 16e: 38,27	<b>Aktien Daten:</b> Bloomberg: DEQ GR Reuters: DEQGn ISIN: DE0007480204	<b>Beschreibung:</b> Deutsche EuroShop ist Bestandhalter von Shopping Center Immobilien.
	<b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio. Marktkapitalisierung: 2.091,2 Aktienanzahl (Mio.): 53,9 Freefloat MC: 1.777,5 Ø Trad. Vol. (30T): 6,00 Mio.	<b>Aktionäre:</b> Freefloat: 85,0 % Familie Otto: 15,0 % Black Rock: 3,0 % Hertie Stiftung: 3,0 %	<b>Risikoprofil (WRe):</b> 2015e LTV: 40,2 % EK-Quote: 51,8 %

## Gewinnwarnung; Ausblick aufgrund niedriger erwarteter Inflationsraten gekürzt

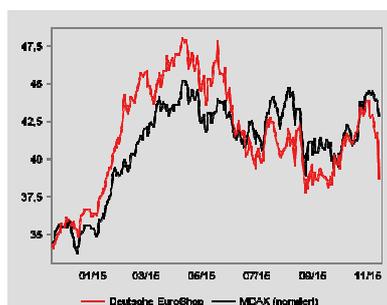
<b>Berichtete Kennzahlen Q3/2015:</b>	<b>Kommentar zu den Kennzahlen:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Insgesamt blieb DEQs Q3-Ergebnis hinter den Erwartungen zurück. Die Verfehlung auf Umsatzebene war mit einem Mieteinnahmenwachstum von 1% auf EUR 50,4 Mio. in Q3 nur moderat. Die operativen Ergebniszahlen EBIT, EBT und Nettoergebnis lagen jedoch 2-4% unter den Erwartungen. Die schwächere operative Performance wurde durch höhere Grundstücksbetriebskosten von etwa EUR 1,3 Mio. und etwas höhere Abschreibungen als antizipiert getrieben.</li> <li>FFO je Aktie waren mit EUR 0,55 fast unverändert.</li> <li>Die Senkung der Guidance für 2015 und 2016 überraschte negativ. Die Anpassung für 2015 ist aber nur sehr gering, da das Unternehmen seine Prognose für die EBIT-Spanne um EUR 2 Mio. (oder 1,2%) auf einen neuen Zielkorridor von EUR 175-178 Mio. gesenkt hat.</li> </ul>																																																																																										
<table border="1"> <thead> <tr> <th>Group</th> <th>Q3/2015</th> <th>Q3/15e</th> <th>Q3/14</th> <th>yoy</th> <th>9M/15</th> <th>9M/15e</th> <th>9M/14</th> <th>yoy</th> <th>Consensus</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Rental Income</td> <td>50,4</td> <td>50,5</td> <td>50,0</td> <td>1%</td> <td>151,0</td> <td>151,1</td> <td>149,7</td> <td>1%</td> <td>50,6</td> </tr> <tr> <td>EBIT</td> <td>42,9</td> <td>43,9</td> <td>43,9</td> <td>-2%</td> <td>131,0</td> <td>132,1</td> <td>132,3</td> <td>-1%</td> <td>44,2</td> </tr> <tr> <td>Net Finance Costs</td> <td>-12,5</td> <td>-12,3</td> <td>-13,7</td> <td>-8%</td> <td>-37,2</td> <td>-36,9</td> <td>-41,7</td> <td>-11%</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Valuation result</td> <td>-0,8</td> <td>-0,5</td> <td>-1,5</td> <td>-</td> <td>-2,8</td> <td>-2,5</td> <td>-4,4</td> <td>-</td> <td></td> </tr> <tr> <td>EBT</td> <td>29,5</td> <td>31,2</td> <td>28,7</td> <td>3%</td> <td>91,0</td> <td>92,7</td> <td>86,2</td> <td>6%</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Consolidated profit</td> <td>23,9</td> <td>24,9</td> <td>23,1</td> <td>3%</td> <td>73,6</td> <td>74,6</td> <td>69,5</td> <td>6%</td> <td></td> </tr> <tr> <td>FFO per share</td> <td>0,55</td> <td>0,56</td> <td>0,54</td> <td></td> <td>1,68</td> <td>1,69</td> <td>1,63</td> <td>3%</td> <td>0,57</td> </tr> <tr> <td>Earnings per share</td> <td>0,44</td> <td>0,46</td> <td>0,43</td> <td>3%</td> <td>1,37</td> <td>1,38</td> <td>1,29</td> <td>6%</td> <td></td> </tr> </tbody> </table>	Group	Q3/2015	Q3/15e	Q3/14	yoy	9M/15	9M/15e	9M/14	yoy	Consensus	Rental Income	50,4	50,5	50,0	1%	151,0	151,1	149,7	1%	50,6	EBIT	42,9	43,9	43,9	-2%	131,0	132,1	132,3	-1%	44,2	Net Finance Costs	-12,5	-12,3	-13,7	-8%	-37,2	-36,9	-41,7	-11%		Valuation result	-0,8	-0,5	-1,5	-	-2,8	-2,5	-4,4	-		EBT	29,5	31,2	28,7	3%	91,0	92,7	86,2	6%		Consolidated profit	23,9	24,9	23,1	3%	73,6	74,6	69,5	6%		FFO per share	0,55	0,56	0,54		1,68	1,69	1,63	3%	0,57	Earnings per share	0,44	0,46	0,43	3%	1,37	1,38	1,29	6%		
Group	Q3/2015	Q3/15e	Q3/14	yoy	9M/15	9M/15e	9M/14	yoy	Consensus																																																																																		
Rental Income	50,4	50,5	50,0	1%	151,0	151,1	149,7	1%	50,6																																																																																		
EBIT	42,9	43,9	43,9	-2%	131,0	132,1	132,3	-1%	44,2																																																																																		
Net Finance Costs	-12,5	-12,3	-13,7	-8%	-37,2	-36,9	-41,7	-11%																																																																																			
Valuation result	-0,8	-0,5	-1,5	-	-2,8	-2,5	-4,4	-																																																																																			
EBT	29,5	31,2	28,7	3%	91,0	92,7	86,2	6%																																																																																			
Consolidated profit	23,9	24,9	23,1	3%	73,6	74,6	69,5	6%																																																																																			
FFO per share	0,55	0,56	0,54		1,68	1,69	1,63	3%	0,57																																																																																		
Earnings per share	0,44	0,46	0,43	3%	1,37	1,38	1,29	6%																																																																																			

Hauptgrund für eine Kürzung der Guidance ist DEQs überarbeitete Annahme einer zukünftig niedrigeren Inflationsrate, da die tatsächliche Inflationsrate von nur 0,3% nach 9M 2015 unter der bisherigen 2015er Prognose von 1% liegt. Dementsprechend senkt das Unternehmen auch seine Guidance für 2016 (siehe Tabelle unten) um durchschnittlich ~2% für die wichtigsten Kennzahlen. Obwohl dies nur eine moderate Ausblickkürzung ist, wirkt er sich eindeutig negativ auf das Anlegervertrauen in DEQs langfristige attraktive Wachstumsraten aus. Zudem müssen wir darauf hinweisen, dass DEQ für das Jahr 2016 so gut wie kein Wachstum erwartet. Für 2017 haben wir positive Effekte durch niedrigere Finanzierungskosten (z.B. Klagenfurt) und die Erweiterung des Phoenix-Centers in Hamburg berücksichtigt.

Wir senken unser Kursziel auf EUR 40,30 und reflektieren damit niedrigere Mieteinnahmen und niedrigere Annahmen für das Dividendenwachstum im DDM. Wir behalten unsere Halten-Empfehlung aufgrund der schwachen Wachstumsdynamik und der Tatsache bei, dass DEQs Dividendenrendite (2016e: 3,6% vs. Peers 4,7%) noch unter dem Durchschnitt der Peers liegt.

Guidance 2015	WRe	Consensus	Guidance 2016	WRe	Consensus
Sales EUR 201-204m	201,8	203,2	Sales EUR 200-204m (old: 203-206m)	202,9	206,0
EBIT EUR 175-178m (old: 177-180m)	175,5	178,2	EBIT EUR 175-179m (old: 179-182m)	176,9	180,6
FFOPS EUR 2,24-2,28	2,24	2,25	FFOPS EUR 2,26-2,30 (2.30-2.34)	2,29	2,30

<b>Schätzungsänderungen:</b>	<b>Kommentar zu den Änderungen:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Wir senken unsere Umsatzschätzungen aufgrund des niedriger erwarteten Wachstums aus inflationsgebundenen Mietverträgen.</li> <li>Die stärkere Revision der EBT-Schätzungen wird durch einen niedrigeren Beitrag aus zu optimistisch geschätzten Umsätzen der at-equity konsolidierten Gesellschaften getrieben.</li> </ul>																																			
<table border="1"> <thead> <tr> <th>GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.</th> <th>2015e (alt)</th> <th>+ / -</th> <th>2016e (alt)</th> <th>+ / -</th> <th>2017e (alt)</th> <th>+ / -</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td><b>Mieterlöse</b></td> <td>203,8</td> <td>-1,0 %</td> <td>209,4</td> <td>-3,1 %</td> <td>215,0</td> <td>-3,0 %</td> </tr> <tr> <td><b>EBIT adj.</b></td> <td>178,0</td> <td>-1,4 %</td> <td>182,9</td> <td>-3,3 %</td> <td>188,0</td> <td>-3,2 %</td> </tr> <tr> <td><b>EBT</b></td> <td>222,5</td> <td>-4,1 %</td> <td>215,5</td> <td>-10,0 %</td> <td>221,6</td> <td>-9,8 %</td> </tr> <tr> <td><b>FFOPS I</b></td> <td>2,30</td> <td>0,0 %</td> <td>2,43</td> <td>0,0 %</td> <td>2,62</td> <td>0,0 %</td> </tr> </tbody> </table>	GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2015e (alt)	+ / -	2016e (alt)	+ / -	2017e (alt)	+ / -	<b>Mieterlöse</b>	203,8	-1,0 %	209,4	-3,1 %	215,0	-3,0 %	<b>EBIT adj.</b>	178,0	-1,4 %	182,9	-3,3 %	188,0	-3,2 %	<b>EBT</b>	222,5	-4,1 %	215,5	-10,0 %	221,6	-9,8 %	<b>FFOPS I</b>	2,30	0,0 %	2,43	0,0 %	2,62	0,0 %	
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2015e (alt)	+ / -	2016e (alt)	+ / -	2017e (alt)	+ / -																														
<b>Mieterlöse</b>	203,8	-1,0 %	209,4	-3,1 %	215,0	-3,0 %																														
<b>EBIT adj.</b>	178,0	-1,4 %	182,9	-3,3 %	188,0	-3,2 %																														
<b>EBT</b>	222,5	-4,1 %	215,5	-10,0 %	221,6	-9,8 %																														
<b>FFOPS I</b>	2,30	0,0 %	2,43	0,0 %	2,62	0,0 %																														

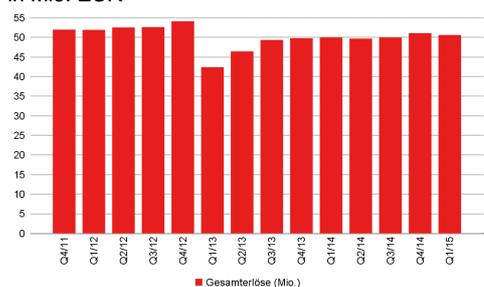


<b>Rel. Performance vs MDAX:</b>	
1 Monat:	-10,2 %
6 Monate:	-16,0 %
Jahresverlauf:	-14,1 %
Letzte 12 Monate:	-13,1 %

<b>Unternehmenstermine:</b>	
18.04.16	FY 2015
12.05.16	Q1
15.06.16	HV
15.08.16	Q2

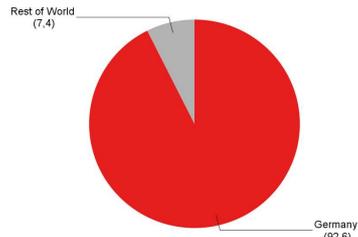
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (14-17e)	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Gesamterlöse</b>	1,3 %	190,0	211,2	188,0	200,8	201,8	202,9	208,5
<b>Mieterlöse</b>		190,0	211,2	188,0	200,8	201,8	202,9	208,5
<b>Wachstum yoy</b>		31,8 %	11,2 %	-11,0 %	6,8 %	0,5 %	0,6 %	2,7 %
<b>EBIT adj.</b>	0,8 %	165,7	181,0	165,8	177,5	175,5	176,9	181,9
<b>FFO I</b>	2,9 %	83,1	86,4	112,0	120,5	120,9	122,3	131,3
<b>FFO I Marge</b>		43,7 %	40,9 %	59,6 %	60,0 %	59,9 %	60,3 %	63,0 %
<b>Bewertungsergebnis Immobilien</b>		50,1	8,5	56,0	77,0	86,2	64,6	64,6
<b>EBT</b>	-2,3 %	136,7	103,5	187,6	214,7	213,4	193,9	199,9
<b>Nettoergebnis</b>	-2,4 %	99,0	122,5	171,0	177,4	174,0	160,0	164,9
<b>EPS</b>	-2,6 %	1,92	2,36	3,17	3,29	3,22	2,97	3,04
<b>FFOPS I</b>	2,7 %	1,61	1,66	2,08	2,23	2,24	2,27	2,42
<b>DPS</b>	3,7 %	1,10	1,20	1,25	1,30	1,35	1,40	1,45
<b>Dividendenrendite</b>		4,1 %	4,2 %	3,9 %	3,8 %	3,5 %	3,6 %	3,7 %
<b>Buchwert je Aktie</b>		23,11	25,45	26,49	28,26	30,13	31,70	33,09
<b>EPRA NAV / Aktie</b>		27,64	28,53	30,59	33,17	35,94	37,73	37,39
<b>KGV</b>		13,9 x	12,1 x	10,0 x	10,5 x	12,0 x	13,1 x	12,8 x
<b>KBV</b>		0,9 x	0,9 x	1,0 x	1,1 x	1,1 x	1,1 x	1,1 x
<b>P / NAV</b>		1,0 x	1,0 x	1,0 x	1,0 x	1,1 x	1,0 x	1,0 x
<b>FFO I-Yield</b>		6,0 %	5,8 %	6,5 %	6,5 %	5,8 %	5,8 %	6,2 %
<b>ROE</b>		8,4 %	9,7 %	12,4 %	12,0 %	11,0 %	9,6 %	9,4 %
<b>LTV</b>		47,0 %	49,2 %	44,5 %	41,8 %	40,2 %	39,0 %	37,8 %
<b>EK-Quote</b>		45,7 %	45,3 %	48,4 %	50,1 %	51,8 %	53,0 %	54,1 %

**Entwicklung Gesamterlöse**  
in Mio. EUR



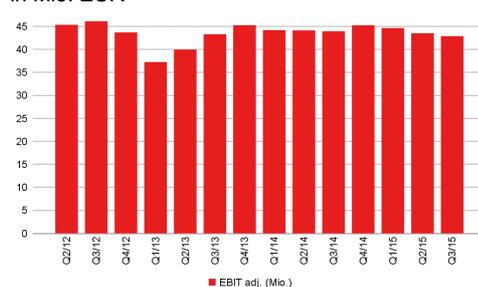
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Regionen**  
2014; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBIT adj.**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

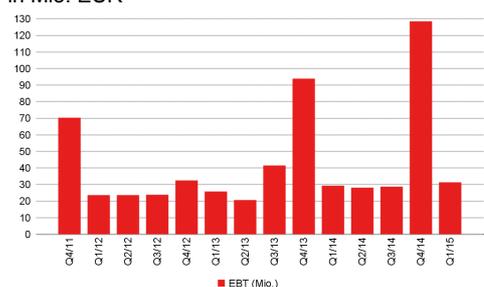
## Unternehmenshintergrund

- Kernpunkte der Strategie der Deutschen EuroShop sind ein nachhaltiges langfristiges Wachstum bei einer soliden Wertsteigerung des Portfolios sowie die Möglichkeit eine attraktive Dividende auszuschütten.
- Die Deutsche EuroShop hält in ihrem Shopping Center Portfolio Anteile an 19 verschiedenen Shopping Centern. Neben dem Kernmarkt Deutschland (16 Center) besitzt die DES Beteiligungen in Polen, Ungarn und Österreich.
- Das Portfoliovolumen wurde in den Jahren 2010 bis 2013 durch Akquisitionen, der Erweiterung bestehender Center sowie der Aufstockung der Anteile an den Einkaufszentren signifikant um 66% erhöht.
- Der erfahrene Shopping Center Betreiber ECE übernimmt für die DES das Center Management. Die Leerstandsquote liegt bei geringen 1%.

## Wettbewerbsqualität

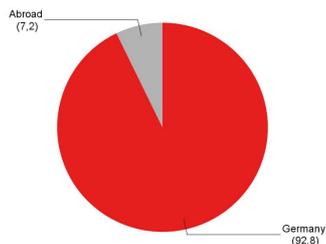
- Das Unternehmen finanziert seine Center sehr konservativ mit einem Eigenkapitalanteil v. mindestens 50% und i.d.R. einer mindestens 10-jährigen Kreditvertragslaufzeit.
- Der Ausbau des Portfolios erfolgt opportunistisch und mit einer angestrebten Zielrendite von mindestens 5,5%. Größere negative Bewertungskorrekturen bei den Immobilien werden somit vermieden.
- Die zukünftigen Cash Flows sind aufgrund einer durchschnittlichen Restlaufzeit der Mietverträge von über 6 Jahren gut abgesichert. Die Top 10 Mieter machen dabei lediglich 25% der gesamten Mieteinnahmen aus.

**Entwicklung EBT**  
in Mio. EUR



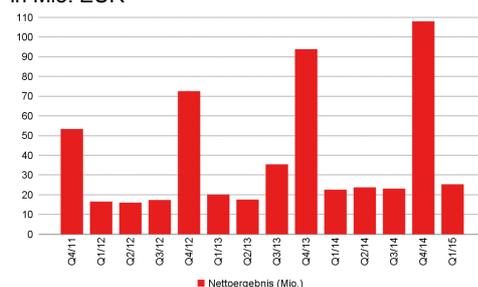
Quelle: Warburg Research

**EBIT nach Regionen**  
2014 in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung Jahresüberschuss**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Peer Group					

▪ ...

Wertermittlung							
	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
KGV	13,9 x	12,1 x	10,0 x	10,5 x	12,0 x	13,1 x	12,8 x
P / NAV	1,0 x	1,0 x	1,0 x	1,0 x	1,1 x	1,0 x	1,0 x
KBV	0,9 x	0,9 x	1,0 x	1,1 x	1,1 x	1,1 x	1,1 x
Kurs / FFOPS I	16,6 x	17,2 x	15,3 x	15,5 x	17,3 x	17,1 x	16,0 x
FFO I-Yield	6,0 %	5,8 %	6,5 %	6,5 %	5,8 %	5,8 %	6,2 %
ROE	8,4 %	9,7 %	12,4 %	12,0 %	11,0 %	9,6 %	9,4 %
Eigenkapitalquote	46 %	45 %	48 %	50 %	52 %	53 %	54 %

**Consolidated profit and loss**

In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Gesamterlöse</b>	<b>190,0</b>	<b>211,2</b>	<b>188,0</b>	<b>200,8</b>	<b>201,8</b>	<b>202,9</b>	<b>208,5</b>
<b>Mieterlöse</b>	<b>190,0</b>	<b>211,2</b>	<b>188,0</b>	<b>200,8</b>	<b>201,8</b>	<b>202,9</b>	<b>208,5</b>
Wachstum yoy	31,8 %	11,2 %	-11,0 %	6,8 %	0,5 %	0,6 %	2,7 %
Gebäude-Betriebskosten	8,5	11,3	8,5	9,1	10,0	9,7	10,0
Gebäude-Verwaltungskosten	9,8	10,5	9,3	9,9	10,2	10,3	10,6
Mietergebnis	171,6	189,4	170,2	181,8	181,6	182,8	187,8
<b>Ergebnis aus Immobilienverkäufen</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Sonstige Erträge</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Rohertrag</b>	<b>171,6</b>	<b>189,4</b>	<b>170,2</b>	<b>181,8</b>	<b>181,6</b>	<b>182,8</b>	<b>187,8</b>
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-6,0	-8,4	-4,4	-4,3	-6,1	-5,9	-5,9
<b>EBITDA</b>	<b>165,7</b>	<b>181,0</b>	<b>165,8</b>	<b>177,5</b>	<b>175,5</b>	<b>176,9</b>	<b>181,9</b>
Bewertungsergebnis Immobilien	50,1	8,5	56,0	77,0	86,2	64,6	64,6
<b>EBITA</b>	<b>215,8</b>	<b>189,5</b>	<b>221,7</b>	<b>254,5</b>	<b>261,7</b>	<b>241,6</b>	<b>246,6</b>
Abschreibungen auf iAV/Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>215,8</b>	<b>189,5</b>	<b>221,7</b>	<b>254,5</b>	<b>261,7</b>	<b>241,6</b>	<b>246,6</b>
Zinserträge	0,9	0,5	0,4	0,3	0,3	0,6	0,6
Zinsaufwendungen	65,8	72,1	57,8	58,6	55,4	54,9	54,9
Sonstiges Finanzergebnis	-14,5	-13,9	0,7	-16,1	-16,9	-17,1	-17,2
<b>Finanzergebnis</b>	<b>-79,1</b>	<b>-86,0</b>	<b>-34,1</b>	<b>-39,8</b>	<b>-48,2</b>	<b>-47,7</b>	<b>-46,6</b>
<b>EBT</b>	<b>136,7</b>	<b>103,5</b>	<b>187,6</b>	<b>214,7</b>	<b>213,4</b>	<b>193,9</b>	<b>199,9</b>
<i>Marge</i>	<i>72,0 %</i>	<i>49,0 %</i>	<i>99,8 %</i>	<i>106,9 %</i>	<i>105,8 %</i>	<i>95,5 %</i>	<i>95,9 %</i>
Steuern gesamt	37,7	-19,0	16,6	37,2	39,5	33,9	35,0
davon effektive Steuern	3,4	8,6	2,4	5,4	5,4	7,0	7,0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>99,0</b>	<b>122,5</b>	<b>171,0</b>	<b>177,4</b>	<b>174,0</b>	<b>160,0</b>	<b>164,9</b>
<b>FFO (II)</b>	<b>83,1</b>	<b>86,4</b>	<b>112,0</b>	<b>120,5</b>	<b>120,9</b>	<b>122,3</b>	<b>131,3</b>
<i>FFO I Marge</i>	<i>43,7 %</i>	<i>40,9 %</i>	<i>59,6 %</i>	<i>60,0 %</i>	<i>59,9 %</i>	<i>60,3 %</i>	<i>63,0 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich, Mio.)	51,6	51,9	53,9	53,9	53,9	53,9	54,3
<b>FFOPS I</b>	<b>1,61</b>	<b>1,66</b>	<b>2,08</b>	<b>2,23</b>	<b>2,24</b>	<b>2,27</b>	<b>2,42</b>
<b>EPS</b>	<b>1,92</b>	<b>2,36</b>	<b>3,17</b>	<b>3,29</b>	<b>3,22</b>	<b>2,97</b>	<b>3,04</b>
EPS adj.	1,92	2,36	3,17	3,29	3,22	2,97	2,89

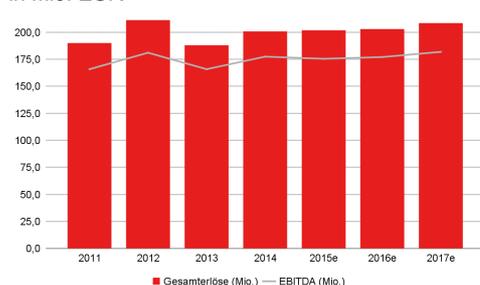
\*Adjustiert um:

**Guidance: 2015 In EUR Mio.: Umsatz 201-204, EBIT 175-178, EBT 160-129; FFOPS EUR 2,24-2,28**

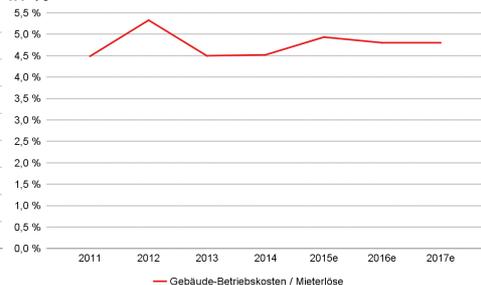
**Financial Ratios**

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Gebäude-Betriebskosten / Mieterlöse	4,5 %	5,3 %	4,5 %	4,5 %	4,9 %	4,8 %	4,8 %
Operating Leverage (Real Estate)	4,3 x	9,3 x	-11,8 x	15,8 x	200,6 x	180,5 x	39,2 x
Mietergebnis / Zinsaufwand	2,6 x	2,6 x	2,9 x	3,1 x	3,3 x	3,3 x	3,4 x

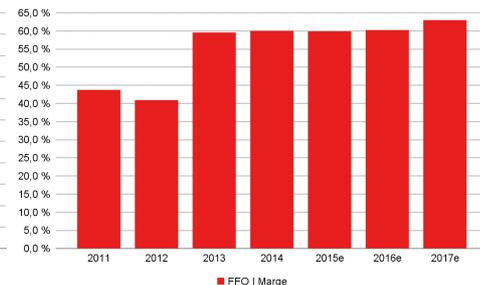
**Gesamterlöse, EBITDA**  
in Mio. EUR



**Mietaufwandsquote**  
in %



**FFO Marge**



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

**Consolidated balance sheet**

In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
davon übrige imm. VG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	0,1	0,1	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Als Finanzinvestitionen gehaltene Immobilien	3.106,8	3.330,3	2.962,2	3.060,2	3.146,3	3.211,0	3.275,6
Finanzanlagen	27,8	30,3	34,5	0,3	0,3	0,3	0,3
Sonstiges langfristiges Vermögen	5,0	4,4	342,1	359,4	366,5	373,9	381,4
<b>Anlagevermögen</b>	<b>3.139,8</b>	<b>3.365,1</b>	<b>3.339,2</b>	<b>3.420,2</b>	<b>3.513,6</b>	<b>3.585,6</b>	<b>3.657,7</b>
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	5,6	4,7	5,6	4,5	4,7	5,0	5,2
Liquide Mittel	64,4	167,5	40,8	58,3	57,2	63,6	71,8
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	15,3	11,5	9,3	9,2	3,6	3,8	4,0
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>85,3</b>	<b>183,7</b>	<b>55,7</b>	<b>71,9</b>	<b>65,5</b>	<b>72,4</b>	<b>81,0</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>3.225,1</b>	<b>3.549,0</b>	<b>3.395,0</b>	<b>3.492,0</b>	<b>3.579,0</b>	<b>3.658,0</b>	<b>3.739,0</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	51,6	53,9	53,9	53,9	53,9	53,9	53,9
Kapitalrücklage	890,5	962,0	962,0	962,0	962,0	962,0	962,0
Gewinnrücklagen	250,9	306,0	413,0	508,4	609,6	694,0	780,2
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Buchwert</b>	<b>1.193,0</b>	<b>1.321,9</b>	<b>1.428,9</b>	<b>1.524,3</b>	<b>1.625,5</b>	<b>1.709,9</b>	<b>1.796,1</b>
Anteile Dritter	280,1	284,2	213,4	226,8	227,8	227,8	227,8
Rückstellungen gesamt	14,8	37,3	8,2	10,7	10,9	11,1	11,4
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	1.472,1	1.657,2	1.486,8	1.430,1	1.413,6	1.397,3	1.381,4
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	136,2	194,1	97,2	55,3	52,5	49,9	47,4
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	2,8	2,3	3,4	1,1	1,1	1,2	1,2
Sonstige Verbindlichkeiten	262,2	246,0	254,4	299,0	300,1	310,7	321,1
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>1.752,0</b>	<b>1.942,9</b>	<b>1.752,6</b>	<b>1.740,8</b>	<b>1.725,7</b>	<b>1.720,3</b>	<b>1.715,0</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>3.225,1</b>	<b>3.549,0</b>	<b>3.395,0</b>	<b>3.492,0</b>	<b>3.579,0</b>	<b>3.658,0</b>	<b>3.739,0</b>

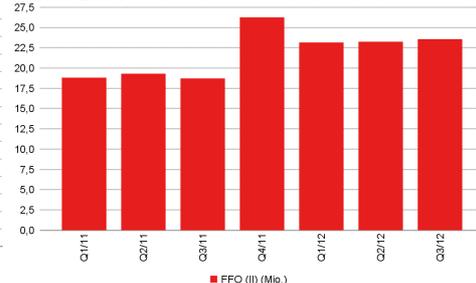
**Financial Ratios**

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROA	3,2 %	3,6 %	4,9 %	5,2 %	4,9 %	4,4 %	4,5 %
ROE	8,4 %	9,7 %	12,4 %	12,0 %	11,0 %	9,6 %	9,4 %
FFO I / Equity	0,1 x						
<b>Solvenz</b>							
Nettoverschuldung	1.407,7	1.489,7	1.445,9	1.371,8	1.356,4	1.333,8	1.309,6
Nettofinanzverschuldung	1.407,7	1.489,7	1.445,9	1.371,8	1.356,4	1.333,8	1.309,6
Net Fin. Debt / EBITDA	8,5 x	8,2 x	8,7 x	7,7 x	7,7 x	7,5 x	7,2 x
LTV	47,0 %	49,2 %	44,5 %	41,8 %	40,2 %	39,0 %	37,8 %
EK-Quote	45,7 %	45,3 %	48,4 %	50,1 %	51,8 %	53,0 %	54,1 %

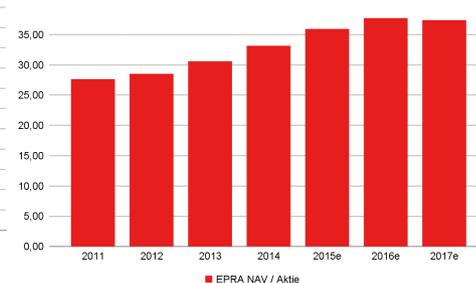
**FFO Rendite**



**Entwicklung FFO**  
in Mio. EUR



**NAV je Aktie**  
in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

**Consolidated cash flow statement**

In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	93,4	122,5	171,0	177,4	174,0	160,0	164,9
Bewertungsanpassungen Immobilien	-54,3	-31,1	-60,5	-88,3	-86,2	-64,6	-64,6
Abschreibung Anlagevermögen	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Veränderung latenter Steuerpositionen	31,6	-27,5	14,2	31,8	34,1	26,9	28,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	178,7	57,5	-25,4	11,8	18,5	24,9	28,0
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>249,4</b>	<b>121,4</b>	<b>99,4</b>	<b>132,8</b>	<b>140,4</b>	<b>147,3</b>	<b>156,3</b>
Zugänge aus Akquisitionen	-77,2	-12,6	-18,5	-9,8	-10,0	-10,2	-10,4
Investitionen in Sachanlagen	n.a.						
Investitionen in iAV	n.a.						
Immobilieninvestitionen	-266,3	-176,3	-59,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	n.a.						
Sonstige Investitionen (Netto)	-8,7	-9,4	-0,7	34,2	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-352,2</b>	<b>-198,3</b>	<b>-78,6</b>	<b>24,5</b>	<b>-10,0</b>	<b>-10,2</b>	<b>-10,4</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	184,0	191,7	-59,7	-58,4	-38,4	-38,1	-37,9
Dividende Vorjahr	-56,8	-56,8	-64,7	-67,4	-72,8	-75,5	-82,7
Kapitalmaßnahmen	0,0	66,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-25,3	-21,2	-12,3	-14,0	-16,9	-17,1	-17,2
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>101,9</b>	<b>180,0</b>	<b>-136,8</b>	<b>-139,8</b>	<b>-128,1</b>	<b>-130,7</b>	<b>-137,8</b>
Veränderung liquide Mittel	-0,9	103,1	-116,0	17,5	2,3	6,4	8,2
Effekte aus Wechselkursänderungen	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>64,4</b>	<b>167,5</b>	<b>40,8</b>	<b>58,3</b>	<b>60,6</b>	<b>67,0</b>	<b>75,2</b>

**Financial Ratios**

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Kapitalfluss</b>							
FFO (II)	83,1	86,4	112,0	120,5	120,9	122,3	131,3
FFOPS I	1,61	1,66	2,08	2,23	2,24	2,27	2,42
FFOPS I diluted	1,61	1,65	1,97	2,11	2,12	2,14	2,30
FFO I-Yield	6,0 %	5,8 %	6,5 %	6,5 %	5,8 %	5,8 %	6,2 %
FFO I Marge	43,7 %	40,9 %	59,6 %	60,0 %	59,9 %	60,3 %	63,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	4,8 %	4,6 %	3,7 %	4,0 %	3,9 %	3,9 %	3,9 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Maint. Capex / Nettomieteinnahmen	n.a.						
Capex/Renditeliegenschaften	-8,6 %	-5,3 %	-2,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Avg. Working Capital / Umsatz	n.a.						
Ausschüttungsquote	57,3 %	50,9 %	39,4 %	39,5 %	41,9 %	47,2 %	47,7 %

**RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER**

Dieser Research Report wurde von der Warburg Research GmbH, einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA weitergegeben; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, Markt- und/oder Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

**URHEBERRECHTE**

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

**ERKLÄRUNG GEMÄß § 34B ABS. 1 WPHG UND FINANV**

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie z.B. DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird angepasst, um der Einschätzung des Analysten bezüglich der zu erwartenden Entwicklung der Anlegerstimmung und deren Auswirkungen auf den Aktienkurs Rechnung zu tragen.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht das Risiko, dass das Kursziel nicht erreicht wird, z.B. aufgrund unvorhergesehener Veränderungen der Nachfrage nach den Produkten des Unternehmens, Änderungen des Managements, der Technologie, der konjunkturellen Entwicklung, der Zinsentwicklung, der operativen und/oder Materialkosten, des Wettbewerbsdrucks, des Aufsichtsrechts, des Wechselkurses, der Besteuerung etc.. Bei Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten gibt es weitere Risiken, etwa aufgrund von Wechselkursänderungen oder Änderungen der politischen und sozialen Bedingungen.

Diese Ausarbeitung reflektiert die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung. Eine Änderung der der Bewertung zugrundeliegenden fundamentalen Faktoren kann nachträglich dazu führen, dass die Bewertung nicht mehr zutreffend ist. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

Die Warburg Research GmbH hat gemäß § 5 Abs. 4 der FinAnV zusätzliche interne und organisatorische Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Hierzu zählen unter anderem die räumliche Trennung der Warburg Research GmbH von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen. Dadurch wird der Austausch von Informationen verhindert, die Interessenkonflikte von Warburg Research in Bezug auf den analysierten Emittenten oder dessen Finanzinstrumenten begründen können.

Die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder eines Unternehmens des Warburg-Verbunds.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des dem jeweiligen ausgewiesenen Veröffentlichungsdatums vorangegangenen Börsenhandelstages, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

**QUELLEN**

Wenn nicht anders angegeben von Warburg Research, stammen alle kursrelevanten Daten und Consensus Schätzungen von FactSet.

**Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA**

1. Dieser Research Report (der „Report“) ist ein Produkt der Warburg Research GmbH, Deutschland einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, Deutschland (im Folgenden zusammen als „Warburg“ bezeichnet). Warburg ist der Arbeitgeber des jeweiligen Research-Analysten, der den Report erstellt hat. Der Research-Analyst, hat seinen Wohnsitz außerhalb der USA und ist keine mit einem US-regulierten Broker-Dealer verbundene Person und unterliegt damit auch nicht der Aufsicht eines US-regulierten Broker-Dealer.
2. Zur Verteilung in den USA ist dieser Report ausschließlich nur an „große institutionelle US-Investoren“ gerichtet, wie in Rule 15a-6 gemäß dem U.S. Securities Exchange Act von 1934 beschrieben.
3. Alle Empfänger dieses Reports sollten Transaktionen in den im Report erwähnten Wertpapieren nur über J.P.P. Euro-Securities, Inc., Delaware, durchführen.
4. J.P.P. Euro-Securities, Inc. erhält oder nimmt keinerlei Vergütung für die Verbreitung der Research-Reports von Warburg an.

**Hinweis gemäß § 34b WpHG und FinAnV auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen:**

- 1- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen oder ein für die Erstellung der Analyse verantwortlicher Mitarbeiter dieser Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung von mehr als 5%**.
- 2- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind.
- 3- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **betreuen Finanzinstrumente**, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen waren in den letzten zwölf Monaten gegenüber dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, an eine Dienstleistungsvereinbarung im Zusammenhang mit **Investmentbanking-Geschäften** gebunden, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging.
- 5- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse** getroffen.
- 6- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **handeln regelmäßig Finanzinstrumente** des analysierten Unternehmens oder von ihnen abgeleitete Derivate.
- 7- Das die Analyse erstellende Unternehmen, mit diesem verbundene Unternehmen oder ein Mitarbeiter dieser Unternehmen hat **sonstige bedeutende Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
Deutsche EuroShop	6	<a href="http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0007480204.htm">http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0007480204.htm</a>

**ANLAGEEMPFEHLUNG**

Anlageempfehlung: Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

-K-	<b>Kaufen:</b>	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
-H-	<b>Halten:</b>	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
-V-	<b>Verkaufen:</b>	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.
“-“	<b>Empfehlung ausgesetzt:</b>	Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

**WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG**

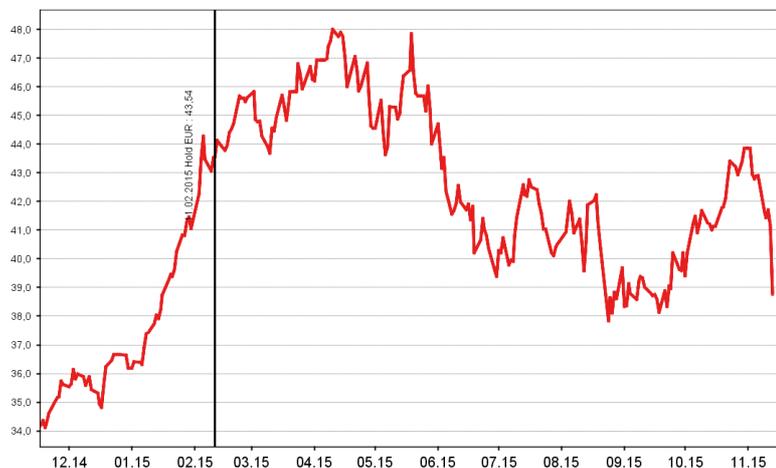
Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	115	63
Halten	56	31
Verkaufen	7	4
Empf. ausgesetzt	5	3
<b>Gesamt</b>	<b>183</b>	<b>100</b>

**WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...**

... unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die in den vergangenen zwölf Monaten wesentliche Investmentbanking-Dienstleistungen erbracht wurden.

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	20	69
Halten	6	21
Verkaufen	2	7
Empf. ausgesetzt	1	3
<b>Gesamt</b>	<b>29</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [DEUTSCHE EUROSHOP] AM [16.11.2015]**



Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die Warburg Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

**EQUITIES**

**Roland Rapelius** +49 40 3282-2673  
Head of Equities rrapelius@mmwarburg.com

**RESEARCH**

**Henner Rüschemier** +49 40 309537-270  
Head of Research hrueschmeier@warburg-research.com

**Lucas Boventer** +49 40 309537-290  
Renewables, Internet, Media lboventer@warburg-research.com

**Christian Cohrs** +49 40 309537-175  
Engineering, Logistics ccohrs@warburg-research.com

**Felix Ellmann** +49 40 309537-120  
Software, IT fellmann@warburg-research.com

**Jörg Philipp Frey** +49 40 309537-258  
Retail, Consumer Goods jfrey@warburg-research.com

**Harald Hof** +49 40 309537-125  
Medtech hhof@warburg-research.com

**Ulrich Huwald** +49 40 309537-255  
Health Care, Pharma uhuwald@warburg-research.com

**Thilo Kleibauer** +49 40 309537-257  
Retail, Consumer Goods tkleibauer@warburg-research.com

**Eggert Kuls** +49 40 309537-256  
Engineering ekuls@warburg-research.com

**Andreas Pläsier** +49 40 309537-246  
Banks, Financial Services aplaesier@warburg-research.com

**Malte Räther** +49 40 309537-185  
Technology, Telco, Internet mraether@warburg-research.com

**Jochen Reichert** +49 40 309537-130  
Telco, Internet, Media jreichert@warburg-research.com

**J. Moritz Rieser** +49 40 309537-260  
Real Estate mrieser@warburg-research.com

**Arash Roshan Zamir** +49 40 309537-155  
Cap. Goods, Renewables aroshanzamir@warburg-research.com

**Malte Schaumann** +49 40 309537-170  
Technology mschaumann@warburg-research.com

**Oliver Schwarz** +49 40 309537-250  
Chemicals, Agriculture oschwarz@warburg-research.com

**Marc-René Tonn** +49 40 309537-259  
Automobiles, Car Suppliers mtonn@warburg-research.com

**Björn Voss** +49 40 309537-254  
Steel, Car Suppliers bvoss@warburg-research.com

**Andreas Wolf** +49 40 309537-140  
Software, IT awolf@warburg-research.com

**INSTITUTIONAL EQUITY SALES**

**Holger Nass** +49 40 3282-2669  
Head of Equity Sales, USA hnass@mmwarburg.com

**Klaus Schilling** +49 40 3282-2664  
Dep. Head of Equity Sales, GER kschilling@mmwarburg.com

**Tim Beckmann** +49 40 3282-2665  
United Kingdom tbeckmann@mmwarburg.com

**Lyubka Bogdanova** +49 69 5050-7411  
United Kingdom, Australia lbogdanova@mmwarburg.com

**Jens Buchmüller** +49 69 5050-7415  
Scandinavia, Austria jbuchmueller@mmwarburg.com

**Paul Dontenwill** +49 40 3282-2666  
USA pdontenwill@mmwarburg.com

**Matthias Fritsch** +49 40 3282-2696  
United Kingdom mfritsch@mmwarburg.com

**Marie-Therese Grübner** +49 40 3282-2630  
France, Switzerland mgruebner@mmwarburg.com

**Michael Kriszun** +49 40 3282-2695  
United Kingdom mkriszun@mmwarburg.com

**Marc Niemann** +49 40 3282-2660  
Germany mniemann@mmwarburg.com

**Fabian Roggemann** +49 40 3282-2667  
USA froggemann@mmwarburg.com

**Sanjay Oberoi** +49 69 5050-7410  
United Kingdom soberoi@mmwarburg.com

**Juliane Willenbruch** +49 40 3282-2694  
Roadshow/Marketing jwillenbruch@mmwarburg.com

**SALES TRADING**

**Oliver Merckel** +49 40 3282-2634  
Head of Sales Trading omerckel@mmwarburg.com

**Michael Ilgenstein** +49 40 3282-2700  
Sales Trading milgenstein@mmwarburg.com

**Bastian Quast** +49 40 3282-2701  
Sales Trading bquast@mmwarburg.com

**Jörg Treptow** +49 40 3262-2658  
Sales Trading jtreptow@mmwarburg.com

**Jan Walter** +49 40 3262-2662  
Sales Trading jwalter@mmwarburg.com

**MACRO RESEARCH**

**Carsten Klude** +49 40 3282-2572  
Macro Research cklude@mmwarburg.com

**Matthias Thiel** +49 40 3282-2401  
Macro Research mthiel@mmwarburg.com

**Dr. Christian Jasperneite** +49 40 3282-2439  
Investment Strategy cjasperneite@mmwarburg.com

**Our research can be found under:**

Warburg Research research.mmwarburg.com/en/index.html  
Bloomberg MMWA GO  
FactSet www.factset.com

Thomson www.thomson.com  
Reuters www.knowledge.reuters.com  
Capital IQ www.capitaliq.com

**For access please contact:**

**Andrea Schaper** +49 40 3282-2632  
Sales Assistance aschaper@mmwarburg.com

**Kerstin Muthig** +49 40 3282-2703  
Sales Assistance kmuthig@mmwarburg.com